

LA INCORPORACIÓN DEL RENMINBI EN LOS DERECHOS ESPECIALES DE GIRO. IMPLICACIONES TÉCNICAS Y ECONÓMICAS

Este artículo ha sido elaborado por Pilar L'Hotellerie-Fallois, Lucía Sánchez y Xavier Serra, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

En octubre de 2016, después de un largo y controvertido proceso de revisión, el FMI incorporó el renminbi en la cesta de los derechos especiales de giro (DEG). Por una parte, esa incorporación supone un espaldarazo desde los foros multilaterales al proceso de liberalización financiera emprendido por las autoridades chinas en los últimos años. Para el FMI, por su parte, es un paso más en el proceso de reforma que la institución inició en la década anterior, con objeto de dar un mayor protagonismo en su gobernanza a las economías emergentes. Este artículo explica las principales características de los DEG, repasa el proceso que se ha seguido para la inclusión del renminbi en la cesta, y examina las implicaciones que puede tener para China, el FMI y el sistema monetario internacional (SMI) en su conjunto. Además, comenta las vías que existen para potenciar el papel de los DEG en el sistema financiero internacional, si bien la condición más importante para ello es el apoyo decidido de las instituciones y de la comunidad internacional.

Introducción

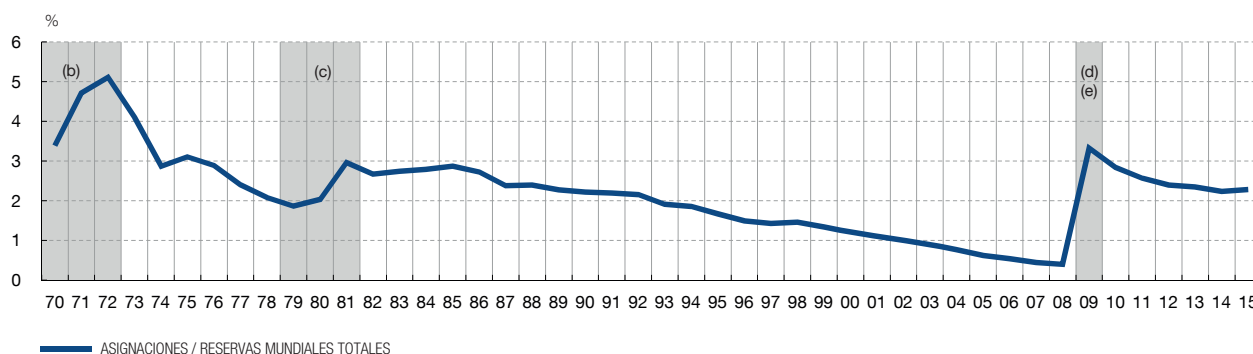
En octubre de 2016, después de un largo y controvertido proceso de revisión, el FMI incorporó el renminbi en la cesta de los DEG, junto con el dólar de Estados Unidos, el euro, el yen japonés y la libra esterlina. Se trata de la primera ocasión en la que una moneda emitida por una economía emergente forma parte de las divisas que integran la moneda del Fondo. La entrada del renminbi lanza una señal de que el FMI considera que la divisa china tiene el mismo estatus de activo de reserva que el resto de las monedas de la cesta.

La incorporación de la moneda china en la cesta de los DEG supone un espaldarazo desde los foros multilaterales al proceso de liberalización financiera emprendido por las autoridades chinas en los últimos años y un incentivo para seguir avanzando en la agenda de reformas prevista. Además abre la oportunidad de consolidar la posición del renminbi como moneda de reserva, y de extender su empleo y negociación —dos aspectos que pesan en el ingreso y la permanencia de una divisa en los DEG— más allá del área asiática. El apoyo de los bancos centrales y de los mercados internacionales, que es fundamental en esa internacionalización, dependerá, en buena medida, de la implementación de las reformas pendientes.

Para el FMI, la inclusión del renminbi es un paso más en el proceso de reforma que la institución inició en la década anterior, con objeto de dar un mayor protagonismo en su gobernanza a las economías emergentes, acorde con su mayor peso a nivel global¹. China es, en la actualidad, el tercer país, tras Estados Unidos y Japón, con mayor cuota efectiva en el FMI, y el segundo por cuota calculada. La nueva cesta está más en sintonía con un SMI en el que el número de centros de atracción se multiplica, un entorno que es, en principio, más propicio para relanzar el uso de los DEG —una moneda que nació con vocación de «papel oro» y que devino en «tigre de papel» [Boughton (2001)]—. Pero, para ello, la comunidad financiera internacional, liderada por el G-20 y el propio Fondo, deberán impulsar su empleo de forma más decidida.

Este artículo se organiza bajo cuatro epígrafes y unas conclusiones. El primer epígrafe detalla la naturaleza de los DEG y sus principales características. El segundo epígrafe analiza el proceso seguido hasta la inclusión efectiva del renminbi en la cesta de los DEG. El tercer

¹ Sobre gobernanza en el FMI, véase Moreno (2014).



FUENTE: Banco de España, a partir de los datos del Fondo Monetario Internacional.

- a El área sombreada corresponde a los períodos de asignaciones.
- b Primera asignación por un total de 9,3 mm de DEG.
- c Segunda asignación por un total de 12,1 mm de DEG.
- d Tercera asignación por un total de 161,1 mm de DEG.
- e Asignación especial por valor de 21,5 mm de DEG.

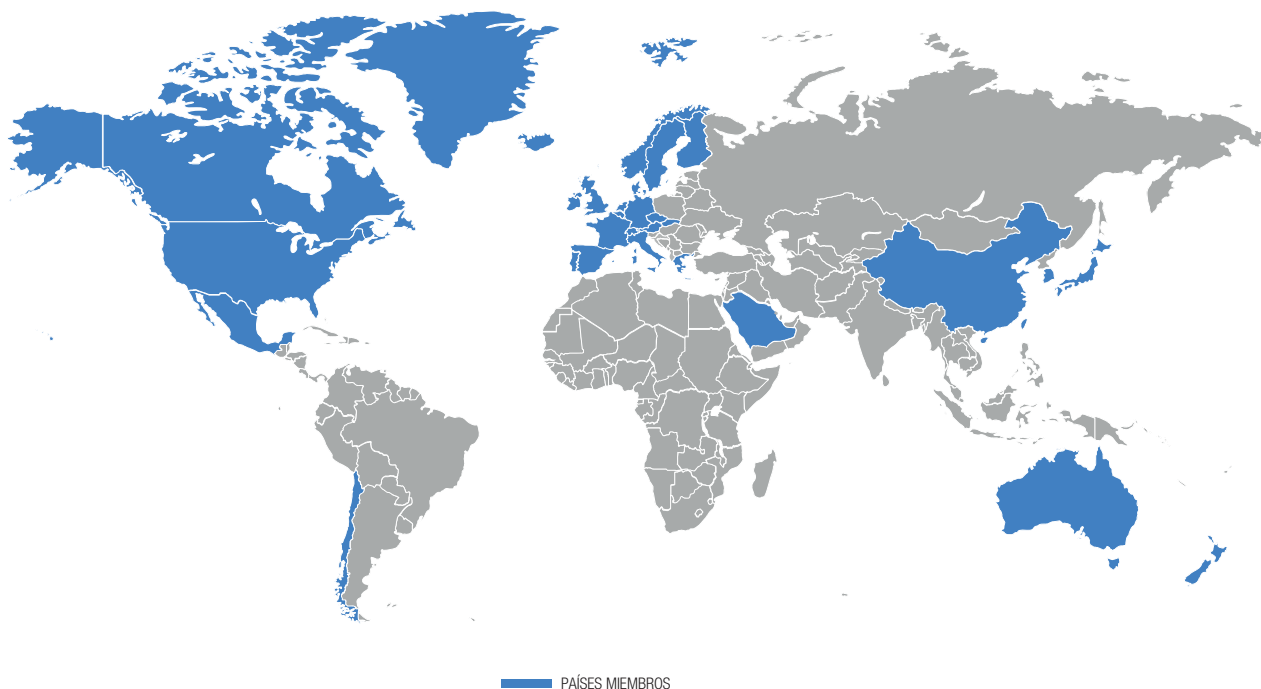
epígrafe examina las implicaciones de dicha inclusión para China, el FMI y el SMI. El cuarto epígrafe repasa las posibles vías de potenciación del papel de los DEG.

DEG: cuestiones preliminares

El FMI creó los DEG en 1969 como un activo de reserva internacional complementario del oro y el dólar de Estados Unidos, antes del fin del sistema de tipos de cambio fijos ideado en Bretton Woods². Los DEG no son ni una divisa ni un activo contra el Fondo, sino un activo frente a otras monedas consideradas de libre utilización, además de ser la unidad de cuenta del Fondo y de otros organismos internacionales. Los DEG únicamente pueden ser mantenidos y utilizados por países miembros del FMI, por el propio Fondo y por determinados organismos autorizados³.

El FMI asigna DEG incondicionalmente. Las asignaciones generales de DEG se hacen en proporción a la cuota de los países en el Fondo. Cada cinco años al menos el FMI revisa el estado de la liquidez global a largo plazo y, en ese contexto, decide si se realiza una nueva asignación general. Solo se han efectuado asignaciones generales de DEG en tres ocasiones⁴, a las que hay que añadir otra asignación, de carácter especial, decidida por motivos de equidad⁵. Los estatutos del Fondo contemplan también la posibilidad de cancelar DEG, aunque hasta la fecha no se ha producido ninguna cancelación. El total acumulado de DEG en circulación, en la actualidad, asciende a 204,1 mm. El porcentaje de las asignaciones de DEG con respecto a las reservas totales mundiales se sitúa en alrededor del 2 % (véase gráfico 1).

- 2 El valor inicial de los DEG coincidía con el del dólar estadounidense y equivalía a 0,888671 gramos de oro fino. En 1973, cuando las principales monedas adoptaron un sistema de tipos de cambio flotantes, los DEG se redefinieron como una cesta de dieciséis monedas (que pasaron a cinco a principios de la década de 1980, y a cuatro con la introducción del euro en 1999).
- 3 Hay quince tenedores autorizados actualmente: cuatro bancos centrales (entre ellos el Banco Central Europeo), tres instituciones monetarias multilaterales (como el Banco de Pagos Internacionales) y ocho instituciones dedicadas a la promoción del desarrollo (entre ellas, el Banco Mundial y diversos bancos regionales de desarrollo).
- 4 La primera asignación, por un total de 9,3 mm de DEG, se distribuyó en 1970-1972; la segunda, por 12,1 mm de DEG, se repartió en 1979-1981; y la tercera, por 161,2 mm de DEG, se efectuó en agosto de 2009.
- 5 En septiembre de 2009, el FMI llevó a cabo una asignación especial y única por valor de 21,5 mm de DEG, prevista por la cuarta enmienda del Convenio Constitutivo (aprobada en 1997, aunque no ratificada hasta 2009). El propósito de dicha asignación era permitir que todos los países del Fondo, en el momento de aprobarse la cuarta enmienda, tuvieran la misma proporción de DEG asignados sobre cuota (29,32 %), corrigiendo el hecho de que los países que ingresaron en el FMI después de 1981 —más de una quinta parte del total actual— nunca recibieron una asignación de DEG hasta ese año.



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

Los DEG son activos de reserva con bajo coste⁶. Los miembros del FMI pagan intereses por los DEG que les han sido asignados, y reciben intereses por sus tenencias al mismo tipo de interés, lo que implica que, si un país mantiene el mismo nivel de tenencias y asignaciones, sus cargos de intereses igualarán los intereses recibidos. Sin embargo, si las tenencias de DEG superan (no alcanzan) el nivel asignado, el país cobrará (pagará) intereses por la diferencia. El cálculo de intereses se realiza utilizando el tipo de interés de los DEG (véase más adelante), y se liquida trimestralmente.

Los miembros del FMI realizan operaciones de compraventa de DEG, ya sea para cumplir con sus obligaciones frente al Fondo o para ajustar la composición de sus reservas⁷. El FMI actúa como intermediario para asegurar que los DEG se puedan canjear por otras monedas de libre utilización, mediante dos tipos de operaciones: 1) transacciones voluntarias entre países miembros, y 2) operaciones a través del mecanismo de designación (por el que los países con una sólida situación exterior compran DEG a aquellos con una posición exterior menos firme). Desde 1987, las transacciones voluntarias han asegurado la liquidez del mercado de los DEG. El gráfico 2 recoge el mapa de los 31 miembros, más un tenedor autorizado (Banco Central Europeo —BCE—), con acuerdos voluntarios de compraventa en vigor.

El valor de los DEG se determina a partir de una cesta ponderada de monedas, en número reducido para asegurar una cotización estable. El FMI revisa cada cinco años, o antes

6 Los tenedores soportan una pequeña comisión para cubrir los gastos de funcionamiento del departamento que gestiona los DEG.

7 En la práctica, la mayoría de los desembolsos y reembolsos por préstamos del FMI se realizan con monedas distintas de los DEG, mientras que los intereses de dichos préstamos, el cargo sobre las asignaciones de DEG, la remuneración de las tenencias de DEG y, hasta cierto punto, el desembolso del tramo en activos de reserva de los sucesivos incrementos de cuota (el 25 % de cada suscripción individual) se suelen realizar en DEG.

si las circunstancias lo requieren, la composición de la cesta, el peso de las monedas que la integran y los instrumentos financieros para el cálculo del tipo de interés de los DEG. Los pesos de cada moneda en la cesta son aprobados por el FMI en el curso de las revisiones quinquenales, y convertidos en cantidades fijas de cada moneda⁸.

La valoración diaria de los DEG se organiza en dos fases. En la primera fase se calcula el valor de los DEG frente al dólar de Estados Unidos como la suma de las cantidades fijas de cada moneda valoradas en dólares. En la segunda fase, se calcula el valor de los DEG frente al resto de las monedas a partir de los tipos de cambio representativos de estas monedas frente al dólar y el valor del dólar en DEG calculado con anterioridad⁹.

El tipo de interés de los DEG se determina semanalmente y se basa en el promedio ponderado de los tipos de interés representativos de los instrumentos de deuda a corto plazo (tres meses) en los mercados monetarios de las monedas que integran la cesta de los DEG. Este tipo se utiliza para calcular los intereses que pagan (cobran) los países deudores (acreedores) del FMI, y para cargar (remunerar) las asignaciones (tenencias) individuales de DEG¹⁰.

Inclusión del renminbi en la cesta de los DEG

El 3 de octubre de 2016 los DEG cotizaban oficialmente a 0,715470 por unidad de dólar de Estados Unidos, frente a 0,716428 el 30 de septiembre. Ambas cotizaciones corresponden a dos composiciones de cesta distintas, resultado de un dilatado proceso de revisión de los DEG, realizado internamente en el FMI, que concluyó el 30 de noviembre de 2015 con la inclusión del renminbi dentro de la cesta con un peso del 10,92 % sobre el total.

Entre los criterios para formar la cesta de los DEG está, en primer lugar, el de incluir las divisas emitidas por los principales exportadores mundiales, ya sean estos países miembros del FMI o uniones monetarias reconocidas por la institución¹¹. Según los datos de balanza de pagos de 2010-2014, las exportaciones de China suponían el tercer mayor registro, con un 10,5 % sobre el total, tras el área del euro y Estados Unidos (véase gráfico 3).

Por otra parte, la pertenencia a la cesta requiere que las divisas tengan la consideración de monedas de libre utilización, de acuerdo con los criterios del FMI¹². Esto supone que sean ampliamente utilizadas para realizar pagos en las transacciones internacionales y que sean ampliamente negociadas en los principales mercados cambiarios¹³. La determinación de si una moneda es de libre utilización se fundamenta principalmente en juicios

8 Esta conversión se realiza el último día hábil anterior a la entrada en vigor de la nueva cesta (normalmente a fin de año); las cantidades de moneda se determinan de manera que a) el valor de los DEG expresado en dólares de Estados Unidos sea el mismo en la nueva cesta que el valor de los DEG vigente la víspera del cambio de cesta (principio de eualización), y b) el peso de cada moneda calculado a los tipos de cambio promedio correspondientes al período de tres meses que concluye la víspera del cambio de cesta no se desvíe en más de medio punto porcentual (margen de tolerancia) del peso aprobado por el FMI en el momento de completar la revisión.

9 Para la primera fase se utilizan los tipos de cambio comunicados por el Banco de Inglaterra a mediodía; en su defecto, por la Reserva Federal de Nueva York o, en su caso, por el BCE.

10 Desde octubre de 2014 el tipo de interés de los DEG cuenta con un suelo de 5 puntos básicos.

11 El Fondo toma como base la media anual de exportaciones en bienes y servicios del período de cinco años que finaliza doce meses antes de la revisión de la cesta. Los cálculos excluyen el comercio dentro de la unión monetaria considerada.

12 Definidos en el artículo XXX (f) del Convenio Constitutivo del FMI sobre interpretación de términos.

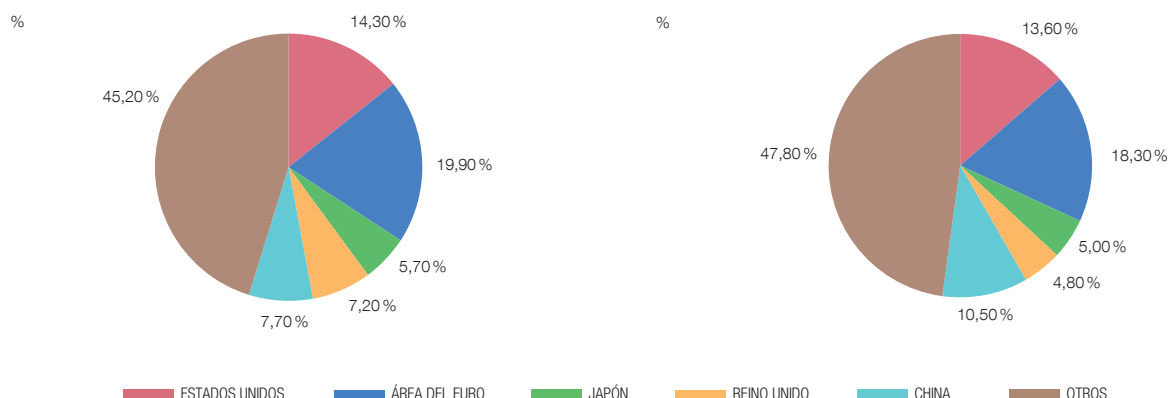
13 El concepto de moneda de libre utilización se introdujo con la segunda enmienda del Convenio Constitutivo del FMI en 1978, aunque no se aplicó hasta la revisión de la cesta de 2000, en la que el euro reemplazó al marco alemán y al franco francés. Nótese que el término libre utilización no es sinónimo de libre flotación o convertibilidad plena: una moneda de libre utilización podría estar sujeta a controles de capital, mientras que una con convertibilidad plena podría no ser de amplia utilización y/o negociación.

EXPORTACIONES MUNDIALES. MEDIA QUINQUENAL, EN PORCENTAJES DEL TOTAL DE EXPORTACIONES GLOBALES

GRÁFICO 3

1 2005-2009

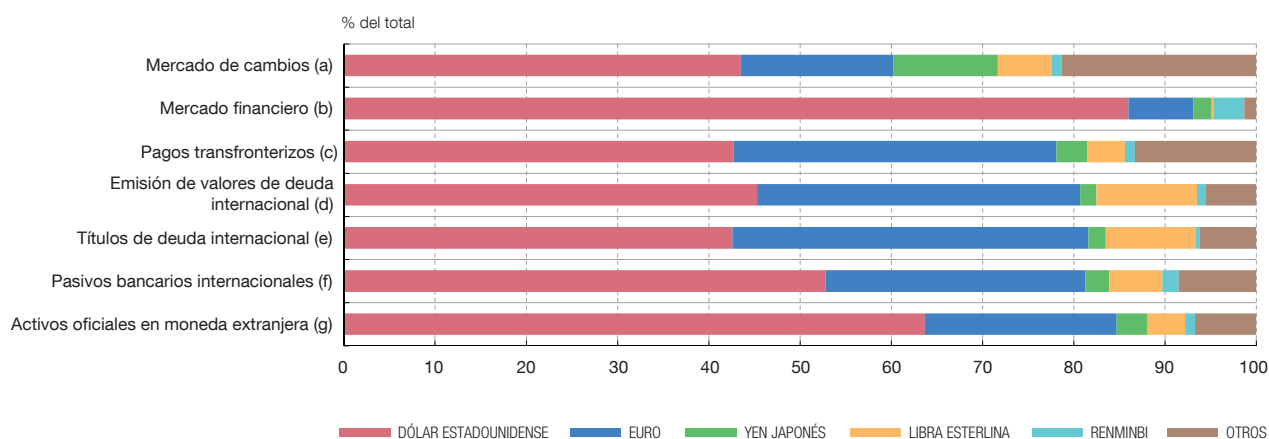
2 2010-2014



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, y Census and Statistics Department Hong Kong SAR.

AMPLIA UTILIZACIÓN Y NEGOCIACIÓN DEL RENMINBI

GRÁFICO 4



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco de Pagos Internacionales, Haver Analytics y fuentes nacionales.

- a Encuesta Trienal a Bancos Centrales, Banco de Pagos Internacionales. Datos del año 2013.
- b Cálculos del Fondo Monetario Internacional. Datos desde el tercer trimestre del año 2014 hasta el segundo trimestre de 2015.
- c Cálculos del Fondo Monetario Internacional. Datos desde el tercer trimestre del año 2014 hasta el segundo trimestre de 2015.
- d Revisión Trimestral del Banco de Pagos Internacionales. Datos del segundo trimestre del año 2015.
- e Revisión Trimestral del Banco de Pagos Internacionales. Datos del segundo trimestre del año 2015.
- f Banco de Pagos Internacionales, Haver Analytics y fuentes nacionales. Datos del segundo trimestre del año 2015.
- g Encuesta del Fondo Monetario Internacional sobre activos en moneda extranjera. Datos del año 2014.

internos, apoyados por indicadores cuantitativos de carácter *ad hoc*, que no tienen en cuenta umbrales mínimos.

Según el análisis del *staff* del FMI llevado a cabo en 2015, el renminbi cumplía los criterios de amplia utilización y negociación (véase gráfico 4). El empleo del renminbi en los pagos internacionales había aumentado considerablemente respecto de la anterior revisión de la cesta, en 2010, y la actividad cambiaria en las principales áreas de negociación (Asia, Europa y Estados Unidos) creció lo suficiente, a juicio del *staff*, como para poder atender con comodidad transacciones de la magnitud requerida por el Fondo.

Con datos de 2014, el renminbi se situaba en séptimo lugar en cuanto a participación en las reservas oficiales, por detrás del resto de las monedas integrantes de los DEG, el dólar australiano y el canadiense. Por otra parte, en el segundo trimestre de 2015 el renminbi era la quinta moneda en cuanto a peso en los pasivos bancarios internacionales, por detrás de las otras monedas de la cesta, y ocupaba la novena posición en el *stock* de instrumentos de renta fija internacionales, por debajo de las mismas monedas, el franco suizo, los dólares australiano y canadiense, y la corona sueca. El renminbi fue la sexta moneda más utilizada en emisiones de deuda internacional en el primer semestre de 2015, y la octava más empleada en 2014-2015, en los pagos realizados a través del sistema de liquidación SWIFT. Finalmente, fue la tercera moneda por créditos documentarios en ese mismo período, por detrás del dólar de Estados Unidos y el euro.

El volumen de negociación del renminbi en los mercados de divisas aumentó del 0,4 % en 2010 a un todavía modesto 1,1 % (véase gráfico 4) a finales de 2013, pasando de la decimoséptima posición a la novena. El volumen negociado del renminbi es elevado en Asia, reducido —aunque creciente— en Europa, y muy escaso en Norteamérica. Hong Kong, Singapur y China acaparan el 75 % de la negociación con esta moneda.

El Directorio Ejecutivo del FMI sancionó favorablemente el análisis del *staff* y la recomendación de incluir la moneda china en la cesta, al entender que el renminbi ofrece garantías razonables a la institución, a sus miembros y a otros tenedores de DEG de que las operaciones con dicha moneda se realizarán sin trabas. La inclusión del renminbi vino respaldada por los avances en el proceso de liberalización financiera —tanto a nivel interno como externo— llevado a cabo por China en los últimos años¹⁴ y, con especial intensidad, a lo largo del año de revisión de los DEG (véase recuadro 1). También ayudó el compromiso de sus autoridades de adherirse a estándares de transparencia y difusión de datos más rigurosos y a iniciativas multilaterales de provisión de información estadística¹⁵.

El proceso de ingreso ha recibido un notable apoyo a nivel político e institucional. Cuando en marzo de 2015 el primer ministro Li Keqiang solicitó expresamente a la directora gerente del FMI, Christine Lagarde, la inclusión del renminbi, la responsable del Fondo declaró que la entrada era solo una cuestión de *cuándo*. En julio, el FMI acogió favorablemente la decisión del Banco Popular de China de cambiar el método de determinación del tipo de cambio del renminbi por uno más próximo al mercado. En septiembre, un comunicado conjunto chino-norteamericano, tras la reunión de Xi Jinping y Obama, vino a suavizar la posición previa de Estados Unidos, menos tolerante con las expectativas chinas que la de los principales países europeos. Las economías emergentes y en desarrollo siempre fueron más receptivas a las pretensiones de China. Así, el 30 de noviembre de 2015 el Directorio Ejecutivo dio luz verde a la inclusión del renminbi en la cesta de los DEG.

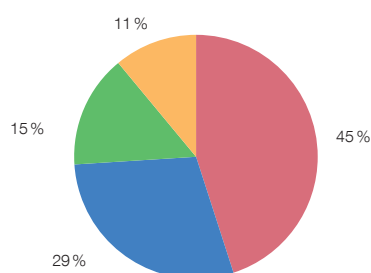
Aunque, según el calendario de revisiones quinquenales de la cesta, la entrada del renminbi en los DEG debía haberse producido el 1 de enero de 2016, esta se postergó nueve

¹⁴ Para un análisis detallado de las reformas emprendidas, véase Cuadro-Sáez y Gallego (2016).

¹⁵ En marzo de 2016 el FMI anunció que la base de datos del Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) identificaría el renminbi de forma separada a partir del 1 de octubre de 2016. Este cambio, no obstante, se reflejará en la encuesta correspondiente al cuarto trimestre de 2016, que se publicará a finales de marzo de 2017. El COFER muestra, a nivel agregado, la composición de las reservas de divisas de una muestra de 145 países informantes. Las monedas identificadas por el COFER actualmente son el dólar de Estados Unidos, la libra esterlina, el yen japonés, el franco suizo, los dólares canadiense y australiano, y el euro.

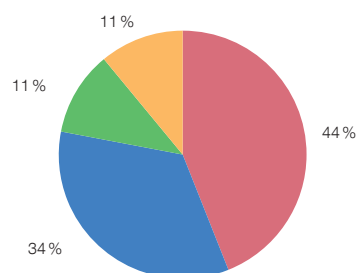
1 REVISIÓN AÑO 2000

Peso en la cesta



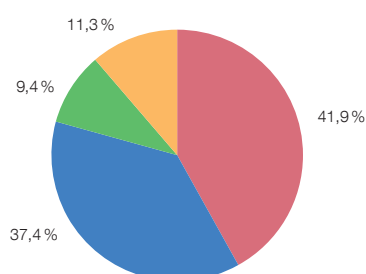
2 REVISIÓN AÑO 2005

Peso en la cesta



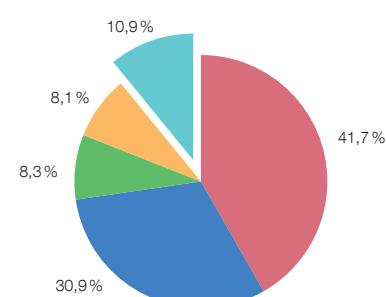
3 REVISIÓN AÑO 2010

Peso en la cesta



4 REVISIÓN AÑO 2015

Peso en la cesta



■ DÓLAR ESTADOUNIDENSE
 ■ EURO
 ■ YEN JAPONÉS
 ■ LIBRA ESTERLINA
 ■ RENMINBI

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

meses, hasta el 1 de octubre. El motivo fue la decisión adoptada en agosto de 2015 (con anterioridad a la decisión de ingreso del renminbi) de prorrogar el período quinquenal, para facilitar la continuidad en el funcionamiento de las operaciones del FMI en DEG y evitar cambios bruscos en la composición de la cesta a fin de año, en el caso (muy probable) de que el renminbi entrara a formar parte de los DEG.

La revisión de los DEG trajo aparejado un cambio en la fórmula para el cálculo de los pesos de cada moneda en la cesta. La fórmula empleada desde 1978 combinaba las variables de exportaciones y reservas con un sesgo implícito hacia la primera variable, y no tenía en cuenta el rápido crecimiento de variables financieras como los flujos de capital privados en las últimas décadas. La nueva fórmula pondera al 50 % las exportaciones y un indicador financiero compuesto, que combina por igual reservas, volúmenes de negociación cambiaria, y pasivos bancarios y deuda internacionales. La nueva fórmula da cabida al renminbi, con cesión de peso por parte de las demás monedas de la cesta (véase gráfico 5). La transformación de los pesos aprobados por el Directorio Ejecutivo en cantidades fijas de cada moneda se realizó el 30 de septiembre de 2016¹⁶ (véase cuadro 1).

¹⁶ El FMI también simplificó el método de cálculo de las cantidades fijas de las monedas que componen los DEG, de aplicación el día hábil anterior a la fecha del cambio de cesta. El nuevo método garantiza el principio de ecualización de forma más sencilla y con menor margen de tolerancia (véase nota 8).

Principio de ecualización										
30.9.2016 Tipo de Cambio de Transición (TCT)						30.9.2016 Tipo de Cambio de Transición (TCT)				
Cantidades finales (1)	TCT (a) (2)	Producto (1) x (2) (3)	Peso implícito (3) / (4) (5)	Peso explícito (6)	Diferencia (6) – (5) (7)	Cantidades finales (8)	TCT (a) (9)	Producto (8) x (9) (10)	Peso implícito (10) / (11) (12)	
Dólar estadounidense	0,582520	1,000000	0,582520	41,73	41,73	0,00	0,660000	1,000000	0,660000	47,28
Euro	0,386710	1,166000	0,431800	30,94	30,93	-0,01	0,423000	1,116600	0,472322	33,84
Yuan chino	1,017400	0,149837	0,152441	10,92	10,92	0,00	0,000000	0,000000	0,000000	0,00
Yen japonés	11,900000	0,009886	0,117647	8,43	8,33	-0,10	12,100000	0,009886	0,119624	8,57
Libra esterlina	0,085946	1,296100	0,111395	7,98	8,09	0,11	0,111000	1,296100	0,143867	10,31
			1,39581 (b) (4)	100,00	100,00	0,00				1,39581 (b) (11) 100,00

3.10.2016 Tipo de Cambio Medio (TCM) (c) Margen de Tolerancia						3.10.2016				
Cantidades finales (13)	TCM (a) (14)	Producto (13) x (14) (15)	Peso implícito (15) / (16) (17)	Peso explícito (18)	Diferencia (18) – (17) (19)	Cantidades finales (20)	Primer tipo (21)	Producto (20) x (21) (22)	Peso implícito (22) / (23) (24)	
Dólar estadounidense	0,582520	1,000000	0,582520	41,73	41,73	0,00	0,582520	1,000000	0,582520	41,70
Euro	0,386710	1,116650	0,431761	30,93	30,93	0,00	0,386710	1,124000	0,434662	31,09
Yuan chino	1,017400	0,149828	0,152435	10,92	10,92	0,00	1,017400	0,149739	0,152344	10,89
Yen japonés	11,900000	0,009771	0,116280	8,33	8,33	0,00	11,900000	0,009867	0,117415	8,40
Libra esterlina	0,085946	1,313967	0,112930	8,09	8,09	0,00	0,085946	1,288500	0,110741	7,92
			1,395926 (b) (16)	100,00	100,00				1,397683 (b) (23)	100,00

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

a Tipo de cambio expresado en dólares estadounidenses por cada moneda.**b** El total puede que no sea igual a la suma por el redondeo.**c** Período comprendido entre el 1 de julio y el 30 de septiembre de 2016.

Finalmente, entre noviembre de 2015 y octubre de 2016, el FMI y sus miembros han debido resolver diversos aspectos contractuales y operativos para adaptarse a la nueva situación del renminbi en los DEG¹⁷.

Principales implicaciones de la entrada del renminbi en los DEG

Desde el punto de vista de China y de su moneda, la entrada del renminbi en la cesta de los DEG puede facilitar avances en el proceso de internacionalización de la moneda china, acelerar las reformas emprendidas en su sistema financiero y, a más largo plazo, apoyar cambios en el propio SMI. Las autoridades chinas llevan trabajando desde el inicio de la crisis financiera global para extender el uso del renminbi a nivel internacional. El ingreso

¹⁷ En síntesis: a) determinar los tipos de cambio del renminbi *off-shore/on-shore* que se han de aplicar en la determinación diaria del tipo de cambio de los DEG; b) asegurar que los tenedores de DEG puedan realizar transacciones en renminbi, mediante la apertura de cuentas *on-shore* y el establecimiento de relaciones de correspondencia con entidades nacionales; c) facilitar la utilización del renminbi en los desembolsos y reembolsos de los préstamos del Fondo previstos por el Plan de Transacciones Financieras (véase recuadro 2); d) seleccionar el instrumento financiero de referencia del renminbi a tres y seis meses para el cálculo del tipo de interés semanal de los DEG y su tipo derivado, respectivamente; e) modificar la composición de las carteras de inversión del FMI por divisa para reflejar el peso relativo del renminbi en la cesta, y f) garantizar la liquidez del mercado cambiario y de renta fija del renminbi en las fechas en torno a la transición de una cesta a otra.

en la cesta de los DEG representa, sin duda, un paso importante para promover su empleo como moneda de reserva internacional. Ahora bien, la velocidad con la que el renminbi adquiera ese estatus, eventualmente, y pueda rivalizar con otras monedas de reserva dependerá fundamentalmente de la confianza otorgada por el resto de los bancos centrales y por los mercados internacionales.

Así, la presunción de que, una vez que una moneda entra en los DEG, por decisión del FMI, se convierte en activo de reserva internacional no es correcta. El Fondo, en virtud de un proceso de revisión de carácter periódico como el de la composición de los DEG, no puede dictar a los países en qué divisas deben acumular sus reservas. Un impulso decidido a esta moneda por parte del G-20 a partir de 2017 —poco probable— sí podría elevar su atractivo como activo de reserva internacional. Con todo, la entrada del renminbi ofrece la posibilidad de desligar en mayor medida la evolución de los DEG de la del dólar y promover una mayor diversificación de los activos de reserva.

El uso del renminbi como medio de pago internacional es otro punto clave para su internacionalización y, en el corto plazo, cabe esperar que su papel siga siendo modesto. En el más largo plazo, China debería fortalecer este papel en los mercados internacionales manteniendo el ritmo de liberalización financiera iniciado, con el fin de crear una demanda de renminbi con fines no comerciales.

Las autoridades chinas son conscientes de que las restricciones financieras existentes en su economía suponen un serio obstáculo para el reequilibrio económico y el desarrollo equilibrado, y que, cuanto antes acometan las reformas necesarias para que el renminbi alcance los «estándares de calidad» de las demás monedas que componen los DEG, antes dispondrá su país de un sistema financiero equiparable y plenamente abierto.

China también ha manifestado en repetidas ocasiones su escasa satisfacción por el rol dominante del dólar estadounidense como moneda de referencia dentro del SMI, tanto por motivos económicos como geopolíticos. En este sentido, ha abogado por un mayor uso de los DEG como moneda de reserva internacional, asegurando un sistema de liquidación entre los DEG y el resto de las monedas que se utilizan en el comercio internacional y las transacciones financieras¹⁸. Sin embargo, no parece probable que el uso de los DEG se intensifique en el corto plazo, puesto que las reservas en esta moneda únicamente suponen alrededor del 2 % de las reservas mundiales. Por otra parte, resulta difícil deslindar la estrategia multilateral de las autoridades chinas a favor de la reforma del SMI de su estrategia unilateral para internacionalizar el renminbi, aunque la inclusión del renminbi en los DEG pueda servir a ambos fines.

Desde el punto de vista del FMI, la entrada del renminbi supone una mayor diversificación de los DEG, que aumenta la representatividad de la cesta y contribuye a mantener al Fondo en el epicentro mismo del SMI.

Desde el punto de vista del SMI, la entrada del renminbi apunta a un sistema más diversificado. China ha sido la economía de la región asiática con más exportaciones a partir de 2000¹⁹, lo cual ha supuesto la consolidación del renminbi como moneda de referencia en el este de Asia y Filipinas, relegando al dólar estadounidense y al euro a un lugar por detrás de la moneda china. El cambio de estatus del renminbi como moneda internacional en el

¹⁸ Véase Zhou (2009) y Anderlini (2009).

¹⁹ Véase Campanella (2014).

largo plazo puede transformar el SMI actual en uno más multipolarizado, en el que convivan el dólar, el euro y el renminbi. El objetivo de contar con un sistema internacional basado en más de una moneda es minimizar el riesgo y la incertidumbre, proporcionando una mayor estabilidad al sistema.

Perspectivas sobre la utilización oficial y privada de los DEG

La cuestión de cómo dar un mayor protagonismo a los DEG en el SMI y en el sistema financiero global, en general, no es nueva, si bien las discusiones en torno a este tema se han reavivado tras la entrada del renminbi en la cesta. En 2016, el G-20 —bajo presidencia china— y el FMI han abierto diversos frentes para debatir qué utilización adicional podrían tener los DEG, tanto en el mercado oficial como en los mercados financieros privados, y en qué medida un uso más amplio de esta moneda podría contribuir a mejorar el funcionamiento de un SMI cada vez más multipolar y con interconexiones financieras crecientes. El debate continuará en 2017, bajo la presidencia alemana del G-20.

El empleo de los DEG se puede potenciar en cada una de las tres funciones que cabe atribuir a esta moneda: 1) como activo de reserva, emitido por el FMI, puede contribuir a reducir la acumulación de reservas y los desequilibrios globales; 2) como unidad de cuenta, con fines estadísticos, contables y en la denominación del precio de bienes y servicios, facilitaría la comparabilidad de la información y ayudaría a reducir el impacto de la volatilidad de los tipos de cambio, y 3) como moneda de denominación de activos financieros negociables en DEG, podría potenciar la oferta de activos globales seguros y favorecer la diversificación de instrumentos financieros.

USO OFICIAL DE LOS DEG

Como activo de reserva compuesto, emitido por el FMI, los DEG han desempeñado un papel muy reducido —casi insignificante— en el SMI desde su creación en 1969. Después de casi medio siglo, los tenedores de DEG —todos ellos oficiales— continúan considerándolos como un sustituto imperfecto de otros activos de reserva, por su escasa utilización en un mercado estrecho y poco profundo.

Las emisiones de DEG, previstas por los estatutos del FMI para cubrir una necesidad global de liquidez a largo plazo que justifique suplementar el volumen agregado de reservas existente²⁰, no satisfacen las necesidades individuales de liquidez de sus miembros y tienden a concentrarse en países que ya cuentan con una dotación de reservas adecuada o son emisores de monedas de reserva.

La asignación general llevada a cabo en agosto de 2009, la de mayor volumen de las realizadas por el Fondo hasta la fecha (161,2 mm de DEG), formó parte de la respuesta multilateral frente a la crisis financiera global, a pesar de lo cual su magnitud, comparada con los niveles de PIB global (0,3 %), comercio mundial (1 %) y reservas (3 %) en dicho año, fue pequeña, y su impacto, muy residual. Más de la mitad de la emisión se destinó a países avanzados que eran emisores de activos de reserva; un tercio de la emisión, aproximadamente, se repartió entre países emergentes y en desarrollo, y casi un 30 % de este grupo optó por vender sus DEG a través del mercado voluntario de compraventa o los utilizó para liquidar sus obligaciones financieras con el Fondo directamente.

Entre las medidas que se han propuesto para revitalizar la utilización oficial de los DEG, hay algunas sencillas, como a) constituir un grupo de expertos independientes, que asesore al FMI sobre la necesidad de emitir DEG y la frecuencia de las emisiones; b) permitir la concesión de

20 Artículo XVIII del Convenio Constitutivo del FMI sobre asignación y cancelación de derechos especiales de giro.

préstamos en DEG por parte de países con excedentes de esta moneda, bien individualmente o de forma agrupada, destinados a países con necesidades de financiación externa²¹; c) reinstaurar el requerimiento de reconstitución, obligando a los miembros del FMI a equiparar el volumen de sus tenencias de DEG con el de sus asignaciones acumuladas en un determinado plazo, con idea de dar mayor liquidez al mercado voluntario de compraventa²², o d) determinar el tipo de interés de los DEG diariamente, en vez de semanalmente, para facilitar una valoración más ajustada y continua de los activos en esta moneda y las estrategias de cobertura.

En el pasado, el FMI sopesó opciones más radicales [Fondo Monetario Internacional (2011)], cuya puesta en práctica comportaría enmiendas de su Convenio Constitutivo: por ejemplo, emitir DEG con carácter contingente y mantenerlos —total o parcialmente— en depósito hasta la ocurrencia de un *shock*; distribuir DEG de forma selectiva a países con un nivel de reservas preventivas bajo, comparado con algún umbral de referencia²³, o condicionar el reparto de DEG a la adopción de políticas consideradas adecuadas por la institución. Sin embargo, este tipo de medidas cuentan con escaso apoyo interno. Por ejemplo, las emisiones selectivas de DEG están desligadas de las cuotas, por lo que se apartan del principio —generalmente aceptado— de que las relaciones del FMI con sus miembros deben estar guiadas básicamente por las cuotas. Además, estas emisiones tienden a desdibujar la distinción entre una asignación general, de carácter incondicional, y un préstamo del Fondo, de carácter condicional, y, por tanto, inciden sobre la valoración acerca de la suficiencia y composición de los recursos financieros de la institución.

EMPLEO DE LOS DEG COMO UNIDAD DE CUENTA

Los DEG ya se vienen utilizando en la remisión de información estadística y financiera, y en el cálculo de la facturación de determinados servicios, aunque su empleo en este ámbito, hoy por hoy, sea prácticamente anecdótico. A título de ejemplo, China publica información sobre reservas internacionales en DEG, los estados financieros del Banco de Pagos Internacionales (BPI) se presentan en DEG, y el peaje que se aplica a las embarcaciones que atraviesan el canal de Suez y las indemnizaciones que satisfacen los transportistas aéreos por reclamaciones de equipajes previstas bajo la Convención de Montreal se expresan también en DEG.

El uso de los DEG facilita la comparación de datos y reduce el impacto de la volatilidad cambiaria, pero está sujeto a los efectos que resultan de las revisiones quinquenales de la cesta de los DEG, en cuanto a composición de las monedas, pesos de cada moneda en la cesta e instrumentos financieros subyacentes.

DENOMINACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN DEG

La emisión de activos financieros (títulos, depósitos, etc.) denominados en DEG, iniciada en 1975 e interrumpida en 1981, ha suscitado un renovado interés recientemente, al hilo de la inclusión del renminbi en la cesta de los DEG. En septiembre de 2016, el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) del grupo Banco Mundial colocó bonos con vencimiento a tres años en el mercado interbancario chino, por valor de 500 millones de DEG (unos 700 millones de dólares), con pago anual de cupones y amortización de principal en renminbis⁴.

21 En relación con el ámbito de la financiación del desarrollo, véase, por ejemplo, el uso filantrópico de los DEG recogido en Soros (2002).

22 El requerimiento de reconstitución obligaba a los miembros del FMI a mantener una media diaria de tenencias no inferior al 30 % de las asignaciones acumuladas netas hasta 1981 (15 % con posterioridad), durante un período de cinco años. Los actuales acuerdos voluntarios de compraventa prevén un volumen de tenencias de entre el 65 % y el 135 % de las asignaciones acumuladas netas.

23 El FMI cuenta desde 2011 con un nuevo marco analítico de evaluación de la idoneidad de las reservas sujeto a revisiones periódicas.

24 En octubre de este año la filial del Standard Chartered Bank en Hong Kong obtuvo autorización del Banco Popular de China para realizar la primera emisión privada de bonos en el mercado interbancario, por valor de 100 millones de DEG (140 millones de dólares) y liquidación en renminbis.

Estos instrumentos, emitidos y mantenidos por todo tipo de agentes, tanto públicos como privados, permiten reducir el riesgo cambiario y de tipo de interés inherente a los títulos denominados en una única moneda, dada la estabilidad que confiere la composición de los DEG como cesta ponderada de monedas. La viabilidad de esta opción, sin embargo, pasa por contar con mercados secundarios amplios y profundos, con sistemas adecuados de liquidación de operaciones, y con un método para gestionar los efectos que se derivan de la redefinición periódica de la cesta, apuntados más arriba.

La opción, no prevista por el momento, de que el sector privado mantenga y negocie con DEG directamente mejoraría su calidad como activo de reserva, en la medida en que los bancos centrales podrían usarlos en sus operaciones de intervención, dándole a los DEG un estatus de divisa que ahora mismo no tiene, aumentando la liquidez de este mercado de manera considerable y facilitando el desarrollo de instrumentos financieros denominados e instrumentalizados plenamente en DEG.

El papel actual de los DEG, como ya se ha argumentado, es muy reducido. Para que su uso en el SMI aumente, se requieren pasos políticos, legales y operativos muy decididos, y es difícil identificar una voluntad real de darlos. La impresión general es que el interés por potenciar el empleo de los DEG se corresponde más con los deseos de algunos miembros del G-20, en particular de las economías emergentes, con China a la cabeza, que con el del resto de los interlocutores, incluida la propia institución emisora de los DEG. El FMI, de momento, condiciona cualquier decisión sobre emitir más DEG (o cancelar parte de los ya emitidos) a resolver este debate, y a analizar la idoneidad de su instrumental de préstamo y la suficiencia de sus recursos financieros en el contexto, más amplio, de la denominada red de seguridad financiera global²⁵.

Conclusiones

El papel del renminbi como moneda de reserva y medio de pago internacional es actualmente limitado, si bien tiene un elevado potencial para alcanzar un protagonismo más global a medio plazo, a tenor del tamaño de la economía china, su volumen exportador y su creciente imbricación en los mercados financieros internacionales. La entrada del renminbi en la cesta de los DEG es un paso importante hacia la internacionalización de la divisa china y un apoyo para la profundización en las reformas del sistema financiero chino y, en otro orden de cosas, también para dotar de mayor multipolaridad al SMI.

Sin embargo, la inclusión en los DEG es una condición necesaria —pero no suficiente— para que el renminbi se convierta en una divisa global. Para ello se requieren, además, pasos firmes en el desarrollo y apertura del sistema financiero chino. Parece claro, en cualquier caso, que el ritmo e intensidad de esa apertura tendrán que acompasarse con las posibilidades que vaya ofreciendo la situación macroeconómica china, cuya complejidad, especialmente en el contexto del cambio de modelo de crecimiento que quieren introducir las autoridades, debe ser tenida en cuenta. Asimismo, la necesidad de preservar la estabilidad financiera deberá estar presente en las decisiones de liberalización financiera.

Por otra parte, el papel de los DEG después de la incorporación del renminbi continúa siendo muy reducido. Su uso oficial como moneda de reserva, su empleo como unidad de cuenta y su utilización en la emisión de activos financieros negociados en DEG son las principales vías para aumentar la relevancia de la moneda del FMI, tanto entre sus miembros

25 Sobre este extremo, véanse Denbee, Jung y Paternò (2016) y Garrido, Moreno y Serra (2016).

como en los mercados privados. Sin embargo, se requiere una voluntad decidida por parte de la comunidad internacional para dar pasos efectivos en ese sentido, voluntad que por el momento no se percibe con la fuerza suficiente.

En cualquier caso, será necesario estar atentos a los análisis y debates sobre el futuro de los DEG que están teniendo lugar —en 2016 y 2017— en el contexto del G-20 y del FMI para determinar el alcance que puede tener este renacido interés en la moneda del Fondo.

13.12.2016.

BIBLIOGRAFÍA

- ANDERLINI, J. (2009). «China calls for new reserve currency», *Financial Times*, marzo.
- BOUGHTON, M. J. M. (2001). *Silent Revolution: The International Monetary Fund, 1979-1989*, Fondo Monetario Internacional.
- CAMPANELLA, M. (2014). «The internationalization of the renminbi and the rise of a multipolar currency system», *Journal of Self-Governance and Management Economics*, 2(3), pp. 72-93.
- CUADRO-SÁEZ, L., y S. GALLEGU (2016). «La liberalización financiera de China: perspectivas para la política económica e implicaciones globales», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.
- DENBEE, E., C. JUNG y F. PATERNÒ (2016). *Stitching together the global financial safety net*, Financial Stability Paper, n.º 36, Banco de Inglaterra.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2008). *Guidelines for Quarterly Financial Transactions Plan*, abril.
- (2011). *Enhancing International Monetary Stability-A Role for the SDR?*, enero.
- (2015). *Review of the method of valuation of the SDR*, Policy Paper, noviembre.
- (2016a). *Article IV Consultation China*, agosto.
- (2016b). *Review of the method of valuation of the SDR—Amendment to Rule O-1*, Policy Paper, septiembre.
- GARRIDO, I., P. MORENO y X. SERRA (2016). «La reforma de las cuotas y la representación en el FMI», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.
- MORENO, P. (2014). «The IMF Getting what it Needs in (as) the Aftermath of the Crisis», *Estudios de Economía Aplicada*, 32(3), pp. 1-28.
- SOROS, G. (2002). *George Soros on globalization*, PublicAffairs.
- ZHOU, X. (2009). *Reform the International Monetary System*, Banco de Pagos Internacionales.

Las reformas llevadas a cabo por el Gobierno de China para liberalizar la economía han avanzado significativamente en los últimos años en el ámbito interno y externo.

En el ámbito interno, el aspecto más destacable es la liberalización de los tipos de interés. Anteriormente el Banco Popular de China fijaba los tipos de interés, tanto de préstamo como de depósito, que las entidades debían adoptar. Desde julio de 2013, las entidades tienen libertad para fijar el tipo de interés mínimo al que prestan sus fondos, lo que ha supuesto una mayor competencia entre ellas y un abaratamiento del coste de financiación. Por otro lado, la liberalización de tipos de interés en los depósitos, que culminó en octubre de 2015, supuso un cambio clave en la liberalización interna, ya que los intereses de depósitos habían sido muy bajos (o incluso negativos) en el pasado. Además, el Banco Popular de China se ha propuesto el desarrollo de nuevos instrumentos de política monetaria, con el fin de establecer un sistema de corredor de tipos de interés, similar al de Japón o al del área del euro. En cuanto a la estructura de propiedad del sistema bancario, se han producido menos avances, ya que las grandes entidades públicas representan el 50 % de los activos bancarios.

Desde finales de 2014, China ha estimulado el proceso de liberalización externa con el objetivo de convertir el renminbi en

moneda de reserva. Para ello realizó reformas en dos vertientes; por un lado, introduciendo una mayor apertura de la cuenta de capital y, por otro, impulsando la flexibilización del tipo de cambio. En cuanto a la apertura de la cuenta de capital, se puso en marcha la conexión entre las bolsas de Shanghai y Hong Kong, y se retiraron algunos de los controles de capital más importantes a la entrada de flujos. En el ámbito de la flexibilización de tipos de cambio, se ha pasado de una flotación controlada *de facto* frente al dólar a otra que tiene en cuenta una cesta de divisas¹.

A pesar de las reformas que ya ha llevado a cabo, China² tiene que seguir trabajando en la flexibilización del tipo de cambio, con el objetivo de alcanzar un sistema de cambio determinado por el mercado antes de 2018. La mayor flexibilidad cambiaria deberá venir apoyada por el avance hacia un marco de instrumentación de la política monetaria basado en el mercado y por un manejo hábil en el corto plazo, para evitar una excesiva volatilidad. Además, China deberá seguir trabajando en la liberalización de la cuenta de capitales.

1 Esta cesta contiene trece monedas y da un mayor peso al dólar estadounidense (26,4 %), seguido del euro (21,4 %)

2 Según las recomendaciones del FMI en el artículo IV de 2016.

Se denomina Plan de Transacciones Financieras (PTF) al mecanismo mediante el cual el Fondo financia sus operaciones de préstamo y de pagos de la Cuenta General de Recursos (GRA, por sus siglas en inglés). En el PTF participan, en proporción a su cuota, los países que han sido elegidos previamente basándose en el buen estado de su balanza de pagos y su posición de reserva. Cada trimestre, el Fondo propone una lista de miembros que cumplen las condiciones y, posteriormente, el Directorio Ejecutivo toma una decisión basándose en dicha lista.

Los recursos financieros que aportan los miembros del PTF se utilizan para financiar los desembolsos a los miembros que necesitan un préstamo, mientras que los pagos que van realizando los países prestatarios se devuelven a los miembros del PTF. La cantidad de transferencias dentro del plan de transacciones se calcula teniendo en cuenta el volumen de desembolso esperado a países miembros con necesidad de financiación, mientras que las

recepciones de moneda se estiman basándose en los reembolsos esperados durante ese mismo período.

Las monedas de los miembros seleccionados se consideran de uso para las operaciones de préstamo y de pagos durante ese trimestre. Cuando se utiliza una de estas monedas en las operaciones de préstamo, el Fondo determina la cantidad de dicha moneda basándose en el tipo de cambio con respecto a los DEG en los dos días laborables anteriores a la fecha-valor de la transacción. Si la moneda utilizada en la transacción no es de libre utilización, los miembros del PTF tienen la obligación de convertirla en una de libre uso. La cantidad de moneda de libre utilización se calcula en función del tipo de cambio establecido entre los DEG y la moneda de libre utilización. A partir del 1 de octubre de 2016, como ya se ha indicado, el renminbi entró a formar parte de la relación de monedas de libre utilización, junto con el dólar estadounidense, el euro, el yen y la libra esterlina.